

信用等级公告

联合〔2019〕1664号

联合资信评估有限公司通过对盱眙县天源控股集团有限公司及其拟发行的2020年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券的信用状况进行综合分析和评估，确定盱眙县天源控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，2020年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

2020 年盱眙县天源控股集团有限公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AA
担保方主体长期信用等级: AAA
本期债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行金额: 不超过 8 亿元
本期债券期限: 7 年
偿还方式: 每年付息, 第三年开始每年还本 20%
募集资金用途: 用于盱眙县“虾稻果香”农村产业融合发展示范园项目建设

评级时间: 2019 年 6 月 21 日

财务数据:

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	6.79	31.78	29.14
资产总额(亿元)	84.36	175.07	242.45
所有者权益(亿元)	56.19	98.97	144.54
短期债务(亿元)	7.54	9.08	13.85
长期债务(亿元)	14.14	56.19	61.58
全部债务(亿元)	21.68	65.27	75.44
营业收入(亿元)	2.77	3.72	7.29
利润总额(亿元)	1.02	1.29	1.48
EBITDA(亿元)	1.81	2.24	2.39
经营性净现金流(亿元)	-9.96	-35.85	-17.50
应收类款项/资产总额(%)	20.49	15.10	11.24
营业利润率(%)	35.66	31.81	21.78
净资产收益率(%)	1.63	1.12	0.77
资产负债率(%)	33.39	43.47	40.39
全部债务资本化比率(%)	27.84	39.74	34.29
流动比率(%)	208.43	518.69	368.67
经营现金流流动负债比(%)	-72.38	-182.25	-48.54
全部债务/EBITDA(倍)	11.99	29.11	31.55

分析师: 唐立倩 邱 成

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

盱眙县天源控股集团有限公司(以下简称“公司”)是盱眙县水利工程建设、水库资产经营及农村宅基地复垦项目实施的重要主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了近年来盱眙县经济稳步增长,公司在资产注入、财政补贴和业务开展等方面得到盱眙县政府及相关单位的支持。同时联合资信也关注到公司资产流动性弱、债务规模上升较快、对外担保规模较大且存在一定或有负债风险、在建拟建项目近期投资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司为盱眙县指定的农村宅基地复垦项目唯一的经营主体,随着项目的推进,公司收入规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

江苏省信用再担保集团有限公司(简称“江苏再担保”)对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效提高了本期债券偿付的安全性。此外,本期债券设置分期偿付条款,有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及江苏再担保担保能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 盱眙县经济稳步发展,水资源丰富,公司外部发展环境良好。
2. 公司在资产划拨和政府补助等方面持续获得政府及相关单位的一定支持,同时盱眙县政府指定公司为区域内农村宅基地有偿退出项目唯一实施与经营主体。
3. 江苏再担保对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有效提高

了本期债券偿付的安全性；此外，本期债券自存续期第三年起每年偿还20%本金，有利于降低集中偿付压力。

关注

1. 公司资产中水库水面用地及附属设施占比较大，资产流动性弱，整体资产质量较差。
2. 近年来公司债务规模快速增长，考虑到公司权益质量较差，实际债务负担偏重；未来随着项目投资规模的加大，公司将面临一定融资压力。
3. 公司对外担保规模较大且已发生一笔代偿，联合资信将持续关注公司对外担保追偿情况。
4. 本期债券募投项目收入主要来自于生态养殖，收入实现存在一定不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由盱眙县天源控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2020 年盱眙县天源控股集团有限公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

一、主体概况

盱眙县天源控股集团有限公司（以下简称“公司”）原名盱眙县天源水务有限公司，于2009年9月7日由盱眙县水利开发实业公司（以下简称“盱眙水开”）和盱眙县水利水电建筑安装工程公司（以下简称“盱眙水建”）投资设立，初始注册资本3.00亿元，其中盱眙水开认缴2.80亿元，盱眙水建认缴0.20亿元；公司实收资本0.60亿元，盱眙水开、盱眙水建分别实缴0.40亿元、0.20亿元。后经多次增资和股权变更，截至2016年底，公司注册资本和实收资本均为6.93亿元，其中盱眙县水务局出资3.30亿元（占47.62%）、盱眙水开出资1.80亿元（占25.97%）、盱眙水建出资1.00亿元（占14.43%），中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）出资0.83亿元（占11.98%）。2017年12月6日，经公司股东会决议，盱眙县水务局、盱眙水开、盱眙水建将其持有的公司股权转让给盱眙县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“盱眙县国资办”），至此，盱眙县国资办和农发基金分别持有公司88.02%和11.98%的股权。2019年5月29日，根据公司股东会决议，公司名称变更为现名，盱眙县国资办回购农发基金0.53亿元股权，并通过资本公积转增形式将公司注册资本由6.93亿元增加至22.00亿元。截至2019年5月底，公司注册资本22.00亿元，盱眙县国资办、农发基金分别持有公司98.64%和1.36%的股权，公司实际控制人为盱眙县国资办。

公司经营范围包括：自来水排水及相关水处理业务；城市防洪、供排水、污水处理、水环境治理；水利资源开发、水利工程建设；水产品养殖；其他未作为风景名胜和自然保护区管理的旅游景区开发、建设与管理；经政府授权的农村基础设施建设、新农村建设、土地收

储整治；城乡基础设施、市政公用设施投资、建设；房地产开发、安置房建设；风力发电；盱眙县人民政府授权经营的国有控股企业和国有资产经营、管理、转让、投资、企业兼并与联合、资产重组、承包租赁以及所批准的其他业务；城市水环境综合整治等城市水利设施的投资、开发、建设、管理；水利工程设备物资的采购与供应；资产管理；股权投资（非证券股权投资活动）、企业兼并、重组；投资咨询服务；房屋、水库及河湖水面租赁。

截至2018年底，公司内设行政部、财务部、工程部、融资部、资产部5个职能部门，合并范围拥有31家子公司，在职员工合计141人。

截至2018年底，公司资产总额242.45亿元，所有者权益144.54亿元（含少数股东权益1.28亿元）；2018年公司实现营业收入7.29亿元，利润总额1.48亿元。

公司注册地址：盱眙县十里营大街90号（山水商务大厦12楼）；法定代表人：葛以宏。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2020年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”），发行金额不超过8亿元，期限为7年。本期债券采用固定利率，按年付息，从第三个计息年度开始每年按发行总额20%的比例偿还本金。

本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 募集资金用途及募投项目概况

本期债券计划募集资金不超过8.00亿元，全部用于盱眙县“虾稻果香”农村产业融合发展示范园项目（以下简称“募投项目”）建

设。

募投项目概况

募投项目位于盱眙县官滩、马坝、管镇境内，项目建设面积 49000 亩。其中，优质粮田示范区 2000 亩、经济果林区 1000 亩、有机水果采摘区 1000 亩、特色虾稻区 45000 亩。主要建设内容包括宅基地复垦、农田改造、田间道路、砂石机耕路、沟渠工程、涵闸、涵洞及农桥工程等。

本期债券募投项目属于国家发展改革委办公厅关于印发《农村产业融合发展专项债券发行指引》的通知（发改办财金规〔2017〕1340 号）中“（六）多业态复合型农村产业融合发展项目，主要包括同时兼有上述几种类型或者融合其中两个以上类型的项目。”

项目资金来源及建设进度

募投项目工程总投资 12.64 亿元，其中，项目资本金 4.64 亿元，占总投资的 36.71%；拟通过发行债券融资 8.00 亿元，占总投资的 63.29%。募投项目建设期 2 年，已于 2018 年 10 月开工，截至 2019 年 5 月底，已投资 2.04 亿元。

项目审批情况

募投项目已分别经盱眙县发展改革委、盱眙县国土资源局等部门批复或审查，项目环评处于备案阶段，具体批复文件如表 1 所示：

表 1 募投项目审批表

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2018 年 10 月 19 日	盱眙县行政审批局	江苏省投资项目备案证	盱审批备(2018) 466 号
2018 年 10 月 19 日	盱眙县维护稳定领导小组办公室	稳评备案	--
2018 年 10 月 22 日	盱眙县环保局	环境影响登记备案	备案号：20183208300000258
2018 年 10 月 22 日	盱眙县行政审批局	该项目无需办理建设项目选址意见书	--
2018 年 11 月 1 日	盱眙县国土资源局	无需办理项目用地预审意见	--

资料来源：公司提供

项目经济效益

根据《2019 年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券项目可研报告》（以下简称“可研报告”），预计募投项目运营期 8 年可获得营业总收入 299874.48 万元。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规

范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速

（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头

和地缘政治等因素影响,全球经济增长动能继续减弱,经济复苏压力加大。在此背景下,我国积极的财政政策继续加力增效,稳健的货币政策加强逆周期调节,保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度,我国经济展现出较强的韧性,延续了近年来平稳增长的态势,国内生产总值(GDP)21.3万亿元,同比实际增长6.4%,增速与上季度持平,较上年同期有所下降;物价水平温和上涨;PPI、PPIRM企稳回升;就业形势总体稳定。从三大产业来看,农业生产略有放缓;工业生产总体平稳,工业企业利润增速有所回落;服务业增速也有所放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看,固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中,房地产投资增速环比和同比均有所提高;基础设施建设投资增速企稳回升,但较上年同期仍明显回落;制造业投资增速环比明显下降,同比仍有所上升。居民消费环比有所回升,同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年,国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下,我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑,同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展,2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速有望持续企稳,其中,基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用,基础设施补短板力度将有所加大,投资增速有望持续企稳回升;制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速,为制造业投资增长提供重要支撑,但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响,制造业投资仍有继续回落的可能;我国城

镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长,但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化,在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,我国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长,但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响,对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约,同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降,我国进出口增速仍大概率回落。总体来看,考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓,未来经济增速或将有所回落,预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初,在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下,地方政府基础

设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府

债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”

2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2、区域经济

盱眙县经济保持稳定增长，境内水资源丰

富，为公司发展提供了良好的外部环境。

盱眙县位于江苏省西部，隶属淮安市；东与金湖县、安徽省天长市相邻，南、西分别与安徽省来安县和明光市交界，北与洪泽县、泗洪县接壤，是苏北地区对接苏南的交通要塞、承接长三角地区经济辐射的前沿阵地，有“苏北门户”之称。盱眙县水陆交通十分便捷，已融入南京 1 小时经济圈，距省内其他大中城市交通在 2 小时左右，为苏北地区重要的交通中转枢纽。

盱眙县境内水资源丰富，流域性河道包括淮河和入江水道两条，区域性河道有汪木排河、高桥河、维桥河、黑泥河等，湖泊包括洪泽湖（全国第四大淡水湖）、七里湖、陡湖等。盱眙县全县水面积 428.8 平方公里，其中境内河、湖面积 295.8 平方公里，水库、塘坝水面积 133.3 平方公里，占全县总面积的 5.43%。丰富的水资源为发展特色农业提供了良好的外部条件。

近年来，盱眙县经济保持稳定增长。盱眙县统计局的数据显示，2018 年盱眙县实现地区生产总值 429 亿元，同比增长 6.5%，增速有所回落，但仍保持在较高水平。同期，盱眙三次产业结构由 2017 年的 14.2：39.8：

46.0 转变为 13.2: 40.3: 46.5; 规模以上工业增加值同比增长 5.3%, 规模以上固定资产投资同比增长 10%, 工业经济缓中趋稳。

五、基础素质分析

1、股权状况

截至 2019 年 5 月底, 公司注册资本 22.00 亿元, 盱眙县国资办、农发基金分别持有公司 98.64% 和 1.36% 的股权, 公司实际控制人为盱眙县国资办。

2、企业规模

公司是盱眙县水利工程建设、乡镇范围内水库资产经营的重要主体和唯一的农村宅基地复垦业务经营主体, 部分业务具备区域专营优势。

公司主要从事盱眙县内水利工程建设、水库租赁及农村宅基地复垦等业务。水利工程建设主要由公司子公司淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司(以下简称“河海水建”)负责, 其拥有水利水电工程施工总承包二级资质、土石方工程专业承包二级资质、堤防工程专业承包二级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、水工金属结构制作与安装工程专业承包三级资质和水利水电设备安装工程专业承包三级资质, 河海水建具有较为丰富的项目施工经验, 区域竞争优势较强。水库租赁方面, 公司负责盱眙县境内 49 座水库的水源保护与对外出租业务, 水库水域面积共 5496.70 万平方米。农村宅基地复垦方面, 公司子公司盱眙县天源投资有限公司(以下简称“天源投资”)为盱眙县农村宅基地有偿退出项目唯一实施与经营主体。

盱眙县主要的基础设施投融资主体还包括淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司(以下简称“盱眙城资”)。盱眙城资主要从事盱眙县内城市基础设施和保障房建设, 实际控制人为盱眙县人民政府, 与公司不存在

业务上的竞争关系。

3、人员素质

公司高管人员管理经验丰富, 员工结构合理, 基本能够满足公司日常经营需要。

公司现有高级管理人员 4 人, 包括董事长兼总经理 1 人, 副总经理 3 人。

葛以宏先生, 1975 年生, 大学本科学历。曾任盱眙县红旗水库管理所工会主席, 河海水建财务科长、副总经理、总经理, 公司董事等, 2017 年 12 月起任公司董事长、总经理。

姜莉女士, 1970 年生, 大学本科学历。曾任盱眙县标准计量局稽查大队办事员, 盱眙县质量技术监督局稽查大队中队长、副大队长、局法制科副科长、局办公室副主任、局举报投诉中心副主任、局纪检监察室负责人等。2017 年 12 月起任公司董事、副总经理。

化文聪先生, 1976 年生, 大学本科学历。曾任盱眙县淮河镇科技科员、团委书记、司法所长、纪检监察科员, 盱眙县仇集镇党委委员、组织委员、工会主席等。2018 年 11 月起任公司董事、副总经理。

支佳骏先生, 1987 年生, 大学本科学历。曾任盱眙县黄花塘镇绿化村党总支副书记、盱眙县国土资源局执法监察大队办事员、法规科副科长、执法监察大队副大队长、土地利用科科长等。2018 年 11 月起任公司董事、副总经理。

截至 2018 年底, 公司在职员工 141 人。从学历结构看, 本科及以上占 59.57%, 大专及以下占 40.43%; 从年龄结构看, 30 岁以下占 51.77%, 31—50 岁占 43.26%, 50 岁以上占 4.96%; 从岗位构成看, 技术人员占 80.14%, 管理人员占 9.22%, 财务人员占 10.64%。

4、外部支持

受营改增及土地、房地产市场波动影响, 盱眙县一般公共预算收入显著下滑, 财政自给率较低, 可能对公司部分业务回款产生一定影

响；但公司仍在资产划拨、财政补贴、业务发展等方面获得有力的外部支持。

2016—2018年，盱眙县一般公共预算收入分别为30.78亿元、18.30亿元和18.01亿元，受营改增及盱眙县土地、房地产相关税收下降影响，2017年税收收入同比下降66.34%至13.84亿元，导致一般公共预算收入同比下降40.55%。2018年，盱眙县实现税收收入14.50亿元，同比增长4.77%，占一般公共预算收入的80.51%，一般公共预算收入实现质量较高。2016—2018年，盱眙县政府性基金收入分别为5.94亿元、76.59亿元和42.41亿元，受区域土地、房地产市场波动的影响，政府性基金收入变动较大。财政支出方面，2018年盱眙县一般公共预算支出55.04亿元，盱眙县财政自给率较低（32.72%），对上级补助的依赖程度较高。

资产划拨

2015年，公司将盱眙县政府划拨的76宗以前年度未入账土地（土地性质为划拨；用途为水库水面和水工建筑）进行评估，并以评估价值37.58亿元入账，计入“无形资产”及“资本公积”。

根据盱水发〔2016〕171号文件，盱眙县水务局同意将水务局及开发局历年实施的水利工程资产及27座小水库土地使用权无偿划入公司（土地性质为划拨；用途为水库水面和水工建筑）。水库土地使用权以评估价值2.42亿元入账，计入“无形资产”，同时增加公司“资本公积”。

2017年，根据盱水发〔2017〕201号文件，盱眙县水务局同意将相关水库土地使用权划拨至公司，评估值5.80亿元，计入“无形资产”及“资本公积”。此外，盱眙县国资办将江苏天源新媒科技有限责任公司（以下简称“天源新媒体”）等公司股权划转至公司，价值共计4900万元，计入“资本公积”。

2018年，盱眙县水务局将价值19.02亿元的水库水面附属设施资产（为公司历年实施的工程资产）划入公司，盱眙县国资办将价值

1.00亿元的收费景区资产（铁山寺、第一山、明祖陵景区）注入公司，均计入“固定资产”。

货币注资

2017—2018年，公司分别收到政府给予的土地购置返还款21.77亿元和8.61亿元，计入“资本公积”（体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”）。

公司作为盱眙县水利工程建设、水库资产经营及污水处理的重要主体，在资产划拨方面持续获得盱眙县政府及相关单位的支持。但联合资信同时关注到，公司获得的水库土地不具备变现能力，资产质量较差。

财政补贴

2016—2018年，公司分别获得政府补贴0.70亿元、0.65亿元和0.36亿元。

业务支持

根据盱眙县委县政府于2017年8月发布的《盱眙县推进农村宅基地自愿有偿退出试点工作指导意见》（盱发〔2017〕36号文件），盱眙县政府明确以公司子公司天源投资作为盱眙县农村宅基地有偿退出项目唯一实施与经营主体，在“一村（官滩镇霍山村）、一镇（黄花塘镇）、一片区（西南岗盱眙片区）”及26个省定、市定、县定经济薄弱村先行推进农村宅基地自愿有偿退出工作；同时，授予公司在“一村一镇一片区”的土地流转经营权，2017年底，公司将授权区域的土地流转经营权以评估价值12.02亿元入账。2018年，农村宅基地自愿有偿退出工作向盱眙县全域范围进行推广，公司持续被授予土地流转经营权，以评估价值15.68亿元入账。土地流转经营权计入“无形资产”，同时增加“资本公积”。

5、企业信用记录

公司存在两笔欠息记录但已及时结清，未发现公司其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码：G1032083000042890G），公司过

往债务的履约情况良好，截至 2019 年 6 月 6 日，公司无已结清或未结清不良及关注类贷款记录，公司已结清贷款信息中存在两笔欠息记录，最近一次结清日期为 2014 年 9 月 23 日，欠息金额合计 24.92 万元，根据江苏银行盱眙支行及江苏盱眙农村商业银行提供的说明，上述两笔欠息于逾期一天后结清，主要系公司会计出差未及时汇款，非公司恶意欠息。

截至 2019 年 6 月 20 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构健全，股东会、董事会、监事会人员构成及运行情况良好。

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》，建立了较为完善的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司设董事会，成员 7 人，其中职工董事 2 名，由职工代表大会选举产生，另 5 名董事由股东会选举产生，董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生，董事长为公司法定代表人，任期三年，可连选连任；公司设监事会，成员 5 人，其中职工代表监事 2 人，另 3 名监事由股东会选举产生，监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，副总经理若干，由董事会聘任或解聘，经理层对董事会负责。农发基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员。截至目前，上述董事会、监事会人员已到位，公司定期召开董事会、监事会会议，遇有重大事项待决策时召开股东会。

2. 管理水平

公司建立了符合自身情况的管理制度，能够满足公司日常经营管理的需要。

公司根据职能定位、业务特点等设置了财

务部、行政部、工程部、融资部、资产部等五大部门，各司其职，以保证公司各项日常工作正常开展。同时，公司根据《企业内部控制基本规范》及《内部制定的合规管理》等相关规定，按照健全、合理、独立、制衡等原则制定了包括财务管理、对外担保管理、投融资管理、工程管理在内的一系列管理制度，以确保内部控制的有效性。

财务管理制度是公司管理制度的重要组成部分，规定财务部门坚持“资金由财务部门集中管理，综合平衡，统筹调剂”的原则；与有关职能部门密切协作配合，做好企业管理的各项基础工作，提供真实、及时的信息资料。

对外担保管理制度规定公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会批准、授权，公司不得对外提供担保、不得相互提供担保；公司在决定担保前，应掌握被担保对象的资信状况，对该担保事项的利益和风险进行审慎评估；公司相关部门应当对担保期间内被担保人的经营情况以及财务情况进行跟踪监督以进行持续风险控制，在被担保人在担保期间内出现对其偿还债务能力产生重大不利变化的情况下应当及时向公司董事会汇报。

投融资管理制度规定公司对外投资实行投资、受益和监督机制相统一的原则。对外投资金额必须与公司资产相适应，累计投资规模不得超过公司净资产的 50%；对外投资必须进行可行性论证；必须严格按照公司有关规定及《公司章程》进行决策。

工程管理制度主要为加强在建工程制度管理、提高在建工程利用效率制定，进行项目可行性分析的责任部门应结合公司的实际情况和资金可能，确保决策的科学性和可行性；随后完成项目建议书并逐级报批。项目概算编制部门需合理、准确、全面对概算进行预估，并经总经理审批，重大项目需经董事会批准。项目可通过公开招标、邀请招标和议标方式选择建设单位，招标结果经总经理批准后方组织实施。公司自营建设项目应加强工程管理及成

本核算，发包项目建设主管人员应经常深入现场了解工程进度、主管会计应严格控制各项支出。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为盱眙县水利工程建设、水库资产经营及农村宅基地复垦的重要主体，近年来收入规模持续增长。

公司收入主要来自于工程结算、水库租赁、污水处理和农村宅基地复垦等业务。2016—2018年，公司营业收入分别为2.77亿元、3.72亿元和7.29亿元，年均复合增长62.16%；2018年公司营业收入同比快速增长96.13%，主要系农村宅基地复垦业务产生收入所致。从收入构

成来看，2018年工程结算和农村宅基地复垦业务占公司营业收入的比重分别为40.32%和44.25%，水库租赁及污水处理业务占比有所下降。公司其他业务收入主要包括龙虾销售、旅游观光、广告制作等，大部分业务为2017年新增，目前规模相对较小但具备一定增长潜力。

2016—2018年，公司综合毛利率分别为38.41%、34.57%和23.39%，毛利率整体较高，一方面系收入占比较高的工程结算板块中与政府签订的项目毛利率较高，另一方面系水库租赁及污水处理业务毛利率较高所致。

总体看，公司营业收入规模保持较快增长，业务毛利率维持在较高水平。未来随着农村宅基地复垦业务的推进，公司收入规模有望持续增长。

表 3 2016—2018 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	17846.18	64.40	22.75	26388.81	71.03	20.69	29379.31	40.32	18.03
水库租赁	4891.26	17.65	66.65	5233.88	14.09	69.44	4994.63	6.85	71.19
污水处理	4896.17	17.67	66.65	5044.86	13.58	68.26	3880.66	5.33	52.80
农村宅基地复垦	--	--	--	--	--	--	32246.40	44.25	17.60
其他	76.36	0.28	80.07	484.22	1.30	62.85	2365.56	3.25	19.58
合计	27709.98	100.00	38.41	37151.77	100.00	34.57	72866.57	100.00	23.39

资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1）农村宅基地复垦业务

公司为盱眙县政府授权的区域内唯一农村宅基地复垦业务经营主体，整体收入规模随相关业务的开展大幅增长，但项目短期投资压力较大。

根据盱发〔2017〕36号文件，盱眙县政府明确以天源投资作为盱眙县农村宅基地自愿有偿退出项目唯一实施与经营主体，在“一村、一镇、一片区”范围内试点进行相关工作，同时授予公司复垦区域的土地流转经营权。2018年4月，盱眙县政府印发《盱眙县全域推进农村宅基地有偿退出暂行办法》（盱发〔2018〕20号），指出在总结前期试点工作经

验的基础上，在盱眙县全域（10个乡镇及2个街道）推进宅基地有偿退出和复垦，实施主体仍为公司。

农村宅基地复垦业务具体流程为：公司与各乡镇政府签署《土地资源合作协议》，县国土部门对项目实施范围向上申报后，由市国土部门发布调整入库的通知；公司对村民有偿退出宅基地进行补偿、房屋拆除，并将作为农村存量建设用地的宅基地复垦为耕地；复垦完成后，县国土部门在自验合格的基础上，上报市国土部门，由省、市国土部门进行实地验收并确认合格后，发布指标验收结果确认的通知；县国土部门将产生的土地指标（城乡增减挂钩

结余¹指标和耕地占补平衡²指标)在省国土厅开设的网上平台进行流转交易,最终新增指标流转收益归属公司所有;同时,公司与乡镇政府签订《土地流转协议》,将流转农田进行整治、建设配套水利设施等,开发形成高标准农田,公司将采取自主经营(虾稻共生、高效经济果林等)或者对外承包给大户经营主体可获得部分经营收益。

宅基地复垦投入所需资金主要由公司自筹,公司以10万元/亩的价格将项目包干至各乡镇政府,该价格包含房屋拆除补偿、土地复垦及人员安置费用。公司先期投入1万元/亩作为启动资金,剩余资金根据项目进度分期划拨至乡镇政府账户。项目收益来源方面,宅基地退出并复垦形成土地指标后,通过县国土局安排在省国土平台交易或落地挂牌,占补平衡指标交易价格在25—35万元/亩(交易规模无限制),城乡挂钩结余指标在70—98万元/亩之间(每年交易规模受到一定限制)。县财政在收到指标交易收益后,原则上一个月内按照流程将资金拨付至天源投资。2017—2018年,公司分别成交1064.82亩和1166.00亩土地指标,实际收到回款2.00亿元和9.47亿元。

表4 农村宅基地复垦业务相关情况

项目	2017年	2018年
当期投入资金(万元)	69200.00	137904.97
当期验收入库指标量(亩)	10652.06	18912.13
其中:增减挂钩结余指标	8283.75	14912.24
占补平衡指标	2368.31	3999.89
当期出让指标量(亩)	1064.82	1166.00
其中:增减挂钩结余指标	475.20	525.19
占补平衡指标	589.62	640.81
平均出让价格(万元/亩)	51.52	41.08
其中:增减挂钩结余指标	76.44	54.59
占补平衡指标	31.45	30.00

¹ 城乡土地增减挂钩指城镇建设用地增加与农村建设用地减少相挂钩,即将农村集体建设用地(通常是宅基地,废弃工矿用地等)复垦为耕地后,可在城镇新增同等面积的建设用地,从而保证建设用地总量不增加。

² 耕地占补平衡是指若建设占用耕地,需补充相应数量和质量的耕地。

指标出让金额(万元)	54866.61	47895.76
实际收到指标交易资金(万元)	20000.00	94675.18
期末存量土地指标量(亩)	9587.24	27333.37
其中:增减挂钩结余指标	7808.55	22195.60
占补平衡指标	1778.69	5137.77

资料来源:公司提供

账务处理方面,根据公司与盱眙县人民政府签订的代建协议,公司负责进行宅基地的拆迁、土地开发整理及复垦工作,相关投入计入“存货”;项目完工并经验收合格后,公司将项目整体移交给政府,移交后公司按投入成本加成25%的比例确认为收入,指标交易返还款项与已确认收入的差额部分做“预收款项”处理³。

截至2018年底,公司已完成复垦暂未出让的土地指标合计27333.37亩,预计每年出让规模约1000亩,可持续为公司带来经营性现金流入。同时,该板块未来可确认收入规模较大,公司整体收入规模有望保持。

截至2018年底,公司拟在马坝镇、穆店镇、管钟镇等盱眙县12个辖镇持续开展农村宅基地有偿退出项目,预计需于2019年投资13.88亿元,短期投资压力较大。

(2) 工程结算业务

公司工程结算业务主要为下属子公司河海水建在盱眙县内的水利工程建设业务,工程回款情况较好,工程施工在建项目较多,业务持续性好。

公司工程结算业务主要为水利工程建设业务,由子公司河海水建负责。河海水建注册资本1.00亿元,拥有水利水电工程施工总承包二级资质等多项资质。

河海水建工程建设项目主要集中在盱眙县及淮安市内其他县市,通过公开招投标获取工程,所承接工程主要包括水库除险加固、环境综合整治及农田配套水利设施三类,项目工期一般在4—6个月左右。项目前期建设资金

³ 公司子公司江苏黄花塘城镇建设综合开发有限公司承接黄花塘镇的宅基地复垦工作,其将指标交易返还款计入“其他应付款”

主要来源于公司自筹资金，公司工程项目施工采取项目经理负责制，每个项目经理在工程施工建设中以项目组的名义向公司财务部申请工程建设资金，由公司工程部、财务部对所申请资金和工程进度逐一核实。工程一般在完工后由第三方监理进行验收，验收合格后，发包方按照合同约定支付相关款项。每年年末，河海水建按照合同约定并经第三方监理确认的工程量确认收入，并在“存货-开发成本”科目反映尚未完工结算的工程款项。

表5 河海水建2016-2018年新签合同情况
(单位: 万元)

年份	2016年	2017年	2018年
当年新签合同金额	23371.73	25705.73	61432.07
其中: 盱眙县境内	23371.73	21045.46	21794.91
来自母公司	--	4660.27	39637.16

资料来源: 公司提供

2016-2018年, 随着项目竣工结算量的增长, 公司工程结算收入持续增长, 分别为1.78亿元、2.64亿元和2.94亿元, 近年公司新签合同金额持续增长, 但部分业务来自于母公司, 收入未在合并口径体现; 同期, 公司工程结算毛利率分别为22.75%、20.69%和18.03%, 主要系公司各年结算的水利工程项目毛利率存在差异所致。

盱眙县位于淮河流域, 域内水利资源丰富, 水利相关工程业务量每年可保持一定规模; 河海水建水利原为水利局下属单位, 承接工程大部分为政府项目, 且水利建设资质在区域具备较强竞争优势, 每年承接业务量稳步增长。预计未来公司工程结算业务仍可保持增长。

(3) 水库租赁业务

近年来, 公司水库租赁市场化运作逐步完善, 同时随着水库租赁业务结算对象的调整, 公司水库租赁收入回款及时性有望得到保障。

水库租赁由公司本部负责, 水库租赁业务收入主要来自于公司49座水库对外租赁, 上

述水库资产主要来自于历年政府划拨, 相关水库水面及水工建筑用地评估价值合计45.79亿元, 已计入公司“无形资产”“资本公积”。公司的水库均位于盱眙县内, 可供出租水域总面积4542.82万平方米, 主要租赁对象为养殖户(公司和个人)、旅游开发公司等。由于租赁户较为分散, 公司为方便管理, 与盱眙县各乡镇水务站签订承包合同, 租金每年进行一定比例的上浮, 各水务站则统一管理租赁户, 并按季向租户收缴租金, 但前期水库租赁收入回款相对滞后, 2014-2017年4月期间公司的水库租赁业务收入, 于2017年底集中收到回款1.52亿元。2017年5月起, 为了进一步完善水库资产市场化运作, 公司将下辖水库租赁给盱眙县兴盱水利发展有限公司(简称“兴盱水利”, 股东为盱眙县国资办), 租赁合同按年签订, 每年进行一定上浮, 兴盱水利向租户收取租金, 公司分期与兴盱水利进行租金结算, 结算对象的调整对公司水库租赁收入回款起到一定保障。

表6 2016-2018年公司水库租赁情况
(单位: 个、万平方米、%、元/平方米)

年份	出租数量	总面积	出租面积	出租率	年租金
2016年	53	4542.82	4038.93	88.91	1.21
2017年	53	4542.82	4038.93	88.91	1.30
2018年	49	4542.82	3987.77	87.78	1.30

资料来源: 公司提供

近三年, 公司水库租赁板块分别实现收入0.49亿元、0.52亿元和0.50亿元。毛利率方面, 近三年公司水库租赁业务毛利率分别为66.65%、68.26%和71.19%, 公司水库租赁成本主要为折旧费用, 水库管养费由承包方承担, 业务毛利率相对较高。

(4) 污水处理业务

公司前期承接了盱眙县16个乡镇范围内的污水处理工作, 2018年县国资办将公司的污水处理经营权划转给其他国企, 未来公司将不再产生污水处理收入, 相关污水处理资产未来

或从公司账面划出。

公司本部前期承担了盱眙县 16 个乡镇范围内的污水处理工作，拥有 16 座污水处理厂、管网长度 423 公里。公司污水综合结算价格为 3.78 元/立方米，污水处理费由自来水公司代收并上缴盱眙县财政局，再由盱眙县财政局与公司进行结算。2016—2018 年，公司污水处理业务分别实现收入 0.49 亿元、0.50 亿元和 0.39 亿元，2018 年污水处理收入下滑，主要系盱眙县国资委将公司污水处理经营权无偿划拨给盱眙国有联合资产经营集团有限公司所致。未来公司将不再产生污水处理收入，但相关污水处理资产暂未从账面划转，未来或有可能从公司账面转出。回款方面，污水业务前期回款存在滞后，公司已于 2017 年底完成前期污水处理费大部分的清收，回笼资金 1.05 亿元，2018 年仍有部分污水处理款未支付，预计于 2019 年结清。

表 7 公司污水处理业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
污水处理厂数量(个)	16	16	16
污水管网长度(公里)	423.00	423.00	423.00
污水处理量(万立方)	1334.14	1374.65	1057.43
污水处理率均值(%)	85.37	86.13	86.21
业务收入(万元)	4896.17	5044.85	3880.66
毛利润(万元)	3263.42	3443.37	2049.10

注：2016 年以来公司污水处理量和污水处理单价乘积与业务收入差异主要系污水处理单价为含税价格，受“营改增”影响，价税进行分离所致，税率为 3%

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来将重点投资农村宅基地复垦业务，同时尝试涉足房地产开发等领域。公司在建、拟建项目资金缺口较大，短期内面临较大的资金支出压力。

未来，公司将继续坚持以水利工程建设及农村宅基地复垦为主，以水库租赁及其他业务为辅的多元化经营。公司将重点投资农村宅基地复垦业务，同时尝试涉足房地产开发、标准化养殖等领域，并推进河海水建的资质升级，

以开拓县外建筑市场。

除水利工程及宅基地有偿退出项目外，公司主要在建项目包括盱眙县城乡供水一体化一期工程、2018 年度农村饮水安全巩固提升工程等。公司于 2018 年 6 月成立天源永达供水公司，推进城乡供水一体化工作，投入的重点项目盱眙县城乡供水一体化项目计划总投资 14.00 亿元，分两期建设，一期投资 3.80 亿元。未来公司将统筹负责盱眙县供水业务，实现城乡供水一体化。截至 2018 年底，公司主要在建项目计划总投资 12.05 亿元，累计完成投资 5.51 亿元，尚需投资 6.54 亿元。同时考虑到农村宅基地有偿退出项目的投入，公司在建、拟建项目资金缺口较大，短期内面临较大的资金支出压力。

表 8 截至 2018 年底重点在建项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计投资	后续投资
盱眙县城乡供水一体化一期工程	38000.00	16621.53	21378.47
2018 年度农村饮水安全巩固提升工程	15000.00	7365.83	7634.17
同创新城	30000.00	14389.00	15611.00
朱雀湖改造、绿化景观及环境整治	20000.00	6210.43	13789.57
大云山汉墓博物馆	5452.25	4746.57	705.68
市政道路一期	6000.00	2320.52	3679.48
市政道路二期	6000.00	3437.90	2562.10
合计	120452.25	55091.78	65360.47

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年度三年连审合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2016 年底，公司合并范围内一级子公司 5 家，包括河海水建、盱眙龙源水务发展有限公司、盱眙鼎众信息产业投资管理中心、盱眙天源农林发展有限公司和江苏盱眙龙虾产业发展股份有限公司；2017 年，公司合并范

围新纳入 7 家一级子公司,主要包括天源投资、盱眙文体旅游集团有限公司;2018 年,盱眙县天源永润房地产开发有限公司(以下简称“永润房地产”)、盱眙县天源永达供水有限公司等 4 家一级子公司纳入合并范围。截至 2018 年底,公司合并范围内一级子公司共 16 家。2016—2018 年,新纳入合并范围的子公司数量较多,主要涉及城乡开发、景区建设、水产养殖等业务。由于新并表子公司主要为公司投资成立,公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

表9 2016—2018年公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.79	8.05	31.78	18.16	29.14	12.02
应收账款	3.30	3.91	2.45	1.40	1.96	0.81
其他应收款	13.98	16.57	23.99	13.70	25.30	10.44
存货	3.03	3.59	41.38	23.63	73.18	30.18
流动资产	28.68	34.00	102.03	58.28	132.92	54.82
固定资产	12.33	14.61	12.36	7.06	32.50	13.40
无形资产	42.81	50.75	60.50	34.56	76.11	31.39
非流动资产	55.68	66.00	73.04	41.72	109.54	45.18
资产总计	84.36	100.00	175.07	100.00	242.45	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

2016—2018 年,公司流动资产快速增长,年均复合增长 115.28%,主要系货币资金、应收类款项和存货增长较快所致。截至 2018 年底,公司流动资产合计 132.92 亿元,主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2018 年底,公司货币资金为 29.14 亿元,同比下降 8.33%;其中银行存款 15.70 亿元(占 53.89%),其他货币资金占 13.43 亿元(占 46.10%),其他货币资金主要为质押存单及存款,处于受限状态。

2016—2018 年,公司其他应收款快速增长,年均复合增长 34.52%,截至 2018 年底为 25.30 亿元,同比增长 5.48%。公司其他应收款主要为往来款、借款和项目配套资金等;账龄方面,1 年以内的其他应收款占 26.83%,1—2

公司资产规模持续快速增长,流动资产中应收类款项及存货占比大,对资金形成一定占用;非流动资产中水库用地及土地流转经营权占比大。整体看,公司资产流动性较弱,资产质量较差。

2016—2018 年,受政府持续注入资产及公司债务扩张影响,公司资产总额快速增长,年均复合增长率达到 69.53%。截至 2018 年底,公司资产总额 242.45 亿元,较 2017 年底增长 38.49%,其中流动资产占 54.82%,非流动资产占 45.18%。

年的占 49.06%,2—3 年的占 10.10%,3 年以上的占 14.00%,平均账龄较 2017 年有所拉长。公司其他应收款欠款单位主要为盱眙县政府相关下属单位或企业,前五名欠款对象余额合计占比 36.45%,集中度一般。整体来看,公司其他应收款规模较大,对资金形成较大占用。

表 10 截至 2018 年底其他应收款前五名欠款情况
(单位:亿元、%)

单位名称	余额	占比	款项性质
盱眙县财政局	4.95	19.13	水利配套资金
盱眙交通旅游产业控股有限公司	1.65	6.40	往来款
江苏盱眙经济开发区管理委员会	1.01	3.92	借款
马坝镇人民政府	0.92	3.56	土地储备拆迁资金
盱眙县水务局	0.89	3.44	借款
合计	9.42	36.45	—

资料来源:根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司存货快速增长，年均复合增长 391.25%。截至 2018 年底，公司存货 73.18 亿元，较上年底增长 76.88%，主要系开发成本和拟开发土地增加所致，其中开发成本 28.99 亿元（占 39.62%）、拟开发土地 44.00 亿元（占 60.12%）。公司开发成本逐年增加，主要系农村宅基地复垦和城乡供水一体化等项目投入增多所致。公司拟开发土地主要为 2017 年底以 33.00 亿元购入的 79 宗土地，以商住和商业用地为主，均已签订国有建设用地使用权出让合同，并缴纳土地出让金（2018 年补缴土地出让金约 10 亿元），土地权证正在办理中，公司未来拟对其进行商业房地产开发。2018 年，公司新成立子公司永润房地产，拟对部分地块进行开发。

2016—2018 年，公司非流动资产年均复合增长 40.26%，主要系政府划拨资产入账所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 109.54 亿元，主要由固定资产和无形资产构成。

2016—2018 年，公司固定资产年均复合增长 62.36%，2018 年底为 32.50 亿元，同比增长 20.14 亿元，主要系政府注入水库水面附属设施资产所致。截至 2018 年底，固定资产累计计提折旧 2.38 亿元，计提比例为 6.83%。

2016—2018 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 33.33%，2018 年底为 76.11 亿元，同比增长 25.80%，主要系公司将政府注入水库用地及授予的农村土地流转经营权评估入账所致。截至 2018 年底，公司无形资产主要包括土地使用权 48.41 亿元（主要为政府划拨的水库水面及水工建筑用地）和农村土地流转经营权 27.70 亿元，其中受限的土地使用权及土地流转经营权账面价值合计 2.09 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产总计 18.17

亿元（包括 13.43 亿元货币资金、2.65 亿元存货和 2.09 亿元无形资产），占总资产的比重为 7.49%，主要用于融资抵押。考虑到公司资产中水库水面、水工建筑等不具备变现能力的资产规模较大，公司有效资产抵押比率高于上述指标值。

2. 资本结构

随着水库水面附属设施资产的划拨、农村土地流转经营权的授予和货币注资，公司所有者权益快速增长，但权益质量较差。

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 60.38%，2018 年底为 144.54 亿元（含少数股东权益 1.28 亿元），同比增长 46.04%，主要系政府注资及资产划拨所致。

2016—2018 年，公司实收资本没有变化，均为 6.93 亿元，其中盱眙县国资办投资 6.10 亿元（占 88.02%），农发基金投资 0.83 亿元（占 11.98%）。农发基金投入资金主要用于项目建设，项目建设期期满后农发基金可选择以股权回购（2019—2026 年）、减资或市场化运作等方式退出，上述资金收益率为 1.20%，按季支付。

2016—2018 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 69.27%。截至 2017 年底，公司资本公积 86.53 亿元，同比增长 40.83 亿元，主要系土地购置返还款 21.77 亿元，将农村流转经营权以评估价值 12.02 亿元入账，收到划拨水库土地使用权 5.80 亿元及划转股权所致。截至 2018 年底，公司资本公积 130.94 亿元，同比增长 51.32%，主要系政府注入水库水面附属设施资产 19.02 亿元、授予的农村土地流转经营权评估入账 15.68 亿元以及土地返还款注资 8.61 亿元所致。

表11 2016—2018年公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本(或股本)	6.93	12.33	6.93	7.00	6.93	4.79

资本公积	45.70	81.33	86.53	87.43	130.94	90.59
未分配利润	2.90	5.17	3.96	4.00	5.02	3.47
所有者权益合计	56.19	100.00	98.97	100.00	144.54	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

公司债务规模快速增长，考虑到公司所有者权益中的水库水面等资产规模较大，公司实际债务负担偏高。

2016—2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长86.46%。截至2018年底，公司负

债总额97.92亿元，同比增长28.67%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款大幅增长所致；从构成来看，非流动负债占63.18%，占比较2017年底大幅下降。

表12 2016—2018年公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.09	18.07	6.39	8.39	2.05	2.09
应付账款	1.17	4.14	2.63	3.45	3.86	3.95
其他应付款	4.35	15.45	6.56	8.63	9.58	9.78
一年内到期的非流动负债	1.96	6.96	2.69	3.54	11.81	12.06
流动负债合计	13.76	48.85	19.67	25.85	36.05	36.82
长期借款	14.14	50.21	50.79	66.74	56.16	57.36
应付债券	0.00	0.00	5.40	7.10	5.42	5.54
非流动负债合计	14.40	51.15	56.43	74.15	61.86	63.18
负债合计	28.16	100.00	76.10	100.00	97.92	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018年，公司流动负债年均复合增长61.87%。截至2018年底，公司流动负债合计36.05亿元，同比增长83.29%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

截至2018年底，公司短期借款2.05亿元，同比下降67.98%。公司短期借款主要由保证借款（占92.91%）和抵押借款（占7.09%）构成。公司应付账款主要为应付施工单位工程款，2016—2018年快速增长，截至2018年底为3.86亿元，同比增长47.14%，其中账龄在1年以内的占64.41%，平均账龄较短。2016—2018年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长48.36%，主要系与政府单位往来款增加所致。2018年底，公司其他应付款9.58亿元，同比增长45.95%，主要系往来款大幅增长所致。从结构看，公司其他应付款主要为往来款（占72.10%）、暂借款（占9.29%）及押金、保证金（占18.61%）。2016—2018年，公司一年内到期

的非流动负债快速增长，截至2018年底为11.81亿元，其中一年内到期的长期借款11.66亿元，其余为一年内到期的应付债券。

2016—2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长107.23%，主要由长期借款和应付债券构成。截至2018年底，公司非流动负债61.86亿元，同比增长9.63%，系长期借款增长所致。

随着宅基地复垦业务的持续投入，公司相关资金需求较大，使得外部融资快速增长。2016—2018年，公司长期借款快速增长，年均复合增长99.30%，2018年底为56.16亿元，较上年底增长10.58%，主要由质押借款1.03亿元（占1.83%）、保证借款32.49亿元（占57.84%）和组合借款22.60亿元（占38.03%）构成。截至2018年底，公司应付债券5.42亿元，为2017年发行的“17天源01”和“17天源02”两期私募公司债。

从有息债务情况看，2016—2018年，公司全部债务规模快速增长，三年分别为21.68亿元、65.27亿元和75.44亿元，债务结构以长期债务为主，2018年底长期债务占比为81.63%。受公司债务规模大幅增加的影响，2016—2018年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续增长，2018年底分别为40.39%、34.29%和29.88%，考虑到所有者权益中水库水面及附属设施等不具备变现能力的资产规模约65亿元，公司实际整体债务负担偏重。

集中兑付方面，2019—2022年公司有关债务到期规模分别为18.09亿元、15.55亿元、9.55亿元和13.39亿元，未来两年公司存在一定的集中偿付压力。

3. 盈利能力

受农村宅基地复垦收入增长影响，公司收入规模快速增长；近年来，公司利润总额对政府补助的依赖性有所减弱，但整体盈利能力弱。

2016—2018年，公司营业收入年均复合增长62.16%，其中2018年实现营业收入7.29亿元，同比增长96.13%，主要系当年新增宅基地复垦收入所致。近三年公司营业成本快速增长，2018年为5.58亿元，同比增长129.65%，高于收入增幅。公司水利工程施工板块主要承接政府工程，毛利率较高，因此2016—2017年公司营业利润率维持在较高水平，分别为35.66%和31.81%。2018年，公司营业利润率为21.78%，较2017年下降10.04个百分点，主要系收入占比较高的宅基地复垦业务毛利率相对较低所致。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2016—2018年，期间费用占营业收入的比重快速下降，分别为16.29%、12.70%和3.15%，其中2018年期间费用率大幅下降主要系利息收入大幅增加、财务费用为负以及营业收入增长所致。整体看，公司费用控制能力较好。

2016—2018年，公司收到财政拨付的水利

设施建设补助分别为0.70亿元、0.65亿元和0.35亿元，同期公司利润总额分别为1.02亿元、1.29亿元和1.48亿元，公司利润总额对政府补助的依赖性有所减弱。

从盈利指标看，2016—2018年公司总资产收益率分别为1.66%、1.00%和0.71%，净资产收益率分别为1.63%、1.12%和0.77%，受公司权益规模扩大影响，上述指标均逐年下降。整体看，公司盈利能力弱。

4 现金流分析

受业务扩张且处于初期投入阶段影响，公司经营活动现金持续净流出，筹资活动保持较大力度。考虑到未来项目建设的资金需求较大，公司对外融资需求较高。

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动产生现金流入有所增长，分别为20.94亿元、24.00亿元和24.03亿元，受宅基地复垦产生的土地指标交易回款影响，销售商品、提供劳务收到的现金快速增长；同期，经营活动产生的现金流出波动增长，分别为30.90亿元、59.85亿元和41.53亿元，主要为往来款及土地购置支出。2017年，公司存货增加额高于购买商品现金流出，系资本化利息部分在筹资活动流出中体现，及新并表公司引致的存货增长所致。2016—2018年，公司经营活动现金均呈净流出状态，分别为-9.96亿元、-35.85亿元和-17.50亿元。从收入实现质量看，近三年公司现金收入比分别为64.53%、128.15%和196.22%，其中2016年公司收入实现质量较差，主要系污水处理业务和水库租赁业务回款滞后所致；2017年公司集中收到前期水库租赁和污水处理前期回款、2018年公司收到的土地指标出让回款规模较大，使得现金收入比大幅提高。

从投资活动来看，公司投资活动规模较小，2016年末产生投资活动现金流入，2017—2018年投资活动现金流入分别为0.92亿元和0.04亿元，主要为收到其他与投资活动有关的

现金。2016—2018年，公司投资活动现金流出规模较小但增长较快，分别为0.06亿元、0.12亿元和1.10亿元，主要为公司购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016—2018年，公司投资活动现金流净额分别为-0.06亿元、0.80亿元和-1.06亿元。

从筹资活动来看，随着公司融资需求的增长，筹资活动现金流规模大幅增长。2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为21.29亿元、75.26亿元和38.12亿元，主要为取得借款收到的现金和政府返还的土地购置款；同期，公司筹资活动现金流出分别为5.89亿元、27.64亿元和22.10亿元，主要用于偿还债务本息及支付保证金。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为15.40亿元、47.62亿元和16.01亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，但债务规模扩张较快，长期偿债能力弱；考虑到公司获得的外部支持及农村宅基地业务推进带来的回款，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年公司流动比率和速动比率波动较大，2018年底公司流动比率和速动比率分别为368.67%和165.68%，同比均大幅下降，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。考虑到公司流动资产中应收类款项占比较高，回款时间存在一定不确定性，实际资产流动性弱于上述指标值。2018年底，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖倍数为1.13倍，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA持续增长，分别为1.81亿元、2.24亿元和2.39亿元。但受债务规模快速扩张影响，同期全部债务/EBITDA倍数分别为11.99倍、29.11倍和31.55倍，EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到政府对公司的有力支持及农村宅基地复垦推进带来的持续回款，公司整体偿债能力很强。

截至2018年底，公司合并口径共获得银行

授信72.04亿元，已使用66.29亿元，尚未使用额度5.75亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额39.01亿元，担保比率26.99%。公司对外担保企业主要为当地国有企事业单位，主要担保对象包括盱眙城资、盱眙经发市政建设有限公司、盱眙县金盱投资有限公司等。公司对外担保对象中的江苏哈通实业有限公司（以下简称“哈通实业”）于2017年12月29日、2018年1月3日在浦发银行淮安分行共贷款3000.00万元，公司对其提供连带责任保证担保，上述贷款已被宣布提前到期，但哈通实业不能及时完成清偿及续贷工作，公司已于2018年9月30日代偿本金3000.00万元，利息42.84万元。该笔担保项下，中弘轴承（江苏）股份有限公司（以下简称“中弘轴承”，为哈通实业参股子公司）为银行提供了评估价值为2277万元的厂房、土地、设备的抵押担保，中弘轴承及实际控制人也为此笔担保提供无限连带责任反担保。公司代偿履行完毕后，依法向法院申请查封上述抵押担保资产，同时启动对相关债务人的追偿，若相关追偿进展顺利，公司有望通过抵押物处置及相关责任人追偿弥补一定的代偿损失。此外，公司其他担保中对民营企业担保还包括对仁衡融资租赁（上海）有限公司（以下简称“仁衡租赁”）18000万元的担保，和对盱眙粤海水务有限公司（以下简称“粤海水务”）1000万元的担保；对仁衡租赁的担保系江苏银行通过仁衡租赁进行的贷款通道业务，仁衡租赁为盱眙经发资产投资有限公司提供1.80亿元融资租赁贷款，公司对该笔贷款提供反担保；粤海水务为公司参股公司，大股东为粤海水务集团（香港）有限公司，粤海水务主要负责盱眙县城区供水工作，目前运行状况良好。除上述公司外，公司对外担保企业整体运行情况稳定，但公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。联合资信将持续关注公司对外担保追偿情况。

6. 母公司经营概况

母公司资产占合并口径的比重较高，资产流动性较弱；所有者权益以资本公积为主，稳定性一般；有息债务快速增长，以长期债务为主，整体债务负担尚可；营业利润率较高，但考虑到资产和权益规模较大，整体盈利能力弱。

2016—2018年，母公司资产快速增长，年均复合增长39.20%，2018年底为159.32亿元，占合并口径的65.71%，占比较高。其中，流动资产74.07亿元，占母公司资产总额的46.49%，以货币资金、其他应收款和存货为主；非流动资产85.24亿元，占资产总额的53.51%，以长期股权投资、股东资产和无形资产为主。整体看，母公司资产流动性较弱。

2016—2018年，母公司所有者权益波动增长，2018年底为94.46亿元，其中资本公积占88.10%，母公司所有者权益稳定性一般。同期，母公司负债总额快速增长，年均复合增长54.90%，2018年底为64.85亿元，同比增长30.07%，其中流动负债占52.87%，非流动负债占47.13%。公司流动负债以其他应付款为主，非流动负债以长期借款为主。有息债务方面，2016—2018年，母公司有息债务规模快速增长，年均复合增长78.97%，2018年底全部债务合计34.59亿元，占合并口径的45.84%，其中长期债务占87.69%。2018年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为40.71%和26.80%，债务负担尚可。

作为水库租赁和污水处理的经营主体，2016—2018年，母公司营业收入波动下降，2018年为0.88亿元，同比下降14.60%，以水库租赁和污水处理收入为主。2018年，母公司营业利润率为54.17%，保持在较高水平；期间费用为负，主要系利息收入远大于费用化利息所致；实现利润总额0.93亿元，同比下降13.18%。考虑到母公司资产和权益规模较大，虽然营业利润率较高，但2018年总资本收益率和净资产收益率仅为0.61%和0.83%，整体盈利能力弱。

现金流方面，2018年母公司经营性现金净流量由负转正，为7.89亿元，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致；投资活动现金流持续净流出，2018年为-9.70亿元，主要系投资支付的现金规模较大所致；筹资活动现金流净流量由正转负，主要系融资规模大幅下降所致。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行额度不超过8.00亿元，若按8.00亿元计算，分别相当于2018年底公司长期债务和全部债务的12.99%和10.60%，本期债券发行对公司债务规模有一定影响。

2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.39%、34.29%和29.88%，以公司2018年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至42.29%、36.60%和32.50%。总体看，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA分别为1.81亿元、2.24亿元和2.39亿元，分别为本期债券发行额度上限的0.23倍、0.28倍和0.30倍，对本期债券的保障能力弱；同期，公司经营活动现金流入量分别为20.94亿元、24.00亿元和24.03亿元，分别为本期债券发行额度上限的2.62倍、3.00倍和3.00倍，对本期债券的保障能力较好。

本期债券设置了本金分期偿付条款，从债券存续的第三年开始每年偿还本金不超过1.60亿元。2016—2018年，公司EBITDA分别为每年偿还本金上限的1.13倍、1.40倍和1.49倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为每年偿还本金上限的13.09倍、15.00倍和15.02倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障程度好。联合资信同时关注到公司经营活动现金流中，收到与支付其他与经营活动有关现金规模波动过大，经营活动现金流稳定性需关注。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金不超过 8.00 亿元，全部用于盱眙县“虾稻果香”农村产业融合发展

表 13 农田出租收入估算表

序号	项目名称	数量（亩）	单价（元/亩/年）	合计（万元）
1	优质良田示范区	2000	800~1100	190
2	特色虾稻区	27000	1600	4320
3	有机水果采摘区	2000	1400	290
合计	合计	31000	--	4800

资料来源：募投项目可研报告

农田自营收入

根据可研报告，农田自营收入主要来自于龙虾、虾稻米出售收入，根据当地物价水平生态龙虾单价 50 元/斤，虾稻米 11 元/斤，

示范园项目。募投项目自 2018 年 10 月开工，建设期 2 年，运营期 8 年。根据可研报告，募投项目收入包括农田出租收入和农田自营收入。

募投项目可供出租农田总量 31000 亩，根据地块性质不同，租金在每年每亩 800~1600 元之间波动，经测算承租区每年可实现收入 0.48 亿元，具体收入测算如下表：

土地为 18000 亩，经测算自营区每年可实现经营收入合计 3.24 亿元，具体收入测算如下表：

表 14 农田自营收入估算表

序号	项目名称	数量（亩）	亩产（斤）	单价（元/斤）	合计（万元）
1.1	龙虾	18000	250	50.00	22500.00
1.2	龙虾米	18000	500	11.00	9900.00
合计	合计	--	18000	--	32400.00

资料来源：募投项目可研报告

综上，假设上述收入在运营期间保持稳定，本期债券存续期间可获得营业总收入

22.32 亿元，具体项目收支测算如下：

表 15 本期债券募投项目收入对债券还本支出覆盖情况（单位：万元、倍）

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	合计
经营收入	--	37200.00	37200.00	37200.00	37200.00	37200.00	37200.00	223200.00
其中：承租区	--	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00	28800.00
自营区	--	32400.00	32400.00	32400.00	32400.00	32400.00	32400.00	194400.00
本金	--	--	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00	80000.00
覆盖倍数	--	--	2.33	2.33	2.33	2.33	2.33	2.79

资料来源：募投项目可研报告，联合资信整理

本期债券计划发行不超过 8.00 亿元，若按 8.00 亿元计算，假设本期债券于 2020 年发行，债券存续期内，募投项目总收入对本期债券本金的覆盖倍数为 2.79 倍；本期债券设置本金分

期偿还条款，自发行第三年起，每年偿还 20% 的本金，募投项目各年预计经营收入为当期需偿还本金的 2.33 倍。

总体看，募投项目总收入能覆盖本期债券

本金，本金分期偿还条款的设置有效降低了集中支付压力。联合资信关注到，募投项目可行性研究报告中对年均土地出租数量以及年均生态养殖产量及销量预估较为乐观，且生态养殖易受自然灾害等外部环境变化的影响，募投项目未来收入的实现具有一定的不确定性，对本期债券的偿付可能产生一定影响。

4. 担保方分析

江苏再担保为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

根据江苏再担保出具的《担保函》，其保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承担担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起 2 年。

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业，初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，2017 年末注册资本增至 57.34 亿元。江苏再担保股东主要为江苏省内各级地方政府及国资管理公司，第一大股东为江苏省人民政府，持股比例 33.73%。截至 2017 年底，江苏再担保资产总额 122.24 亿元，所有者权益 71.73 亿元。2017 年，江苏再担保实现营业收入 11.26 亿元，其中再担保业务收入 0.44 亿元，直接担保业务收入 5.08 亿元，贷款利息收入 3.17 亿元，融资租赁业务收入 2.04 亿元；实现净利润 3.19 亿元。

截至 2017 年底，江苏再担保再担保业务在保余额 584.60 亿元，在保责任余额 171.90 亿元；直保业务在保余额 461.63 亿元，其中融资担保业务在保余额 456.82 亿元，非融资担保业务在保余额 4.81 亿元。

经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏再担保担保实力很强，可有效增强本期债券偿付的安全性。江苏再担保主体评级状况见《江苏省信用再担保集团有限公司 2019 年主体长期信

用评级报告》（附件 2）。

5. 偿债资金监管

为保证募集资金的安全使用，公司聘请兴业银行股份有限公司淮安分行（以下简称“兴业银行”）作为本期债券的资金监管银行，并根据《2018 年盱眙县天源水务有限公司公司债券之募集资金专户监管协议》在资金监管人处开立了募集资金监管账户，对本期债券募集资金的使用进行监督管理。本期债券成功发行后，公司需将全部募集资金划入募集资金专户，接受兴业银行对募集资金的监管。公司使用专户内资金时，需向兴业银行提交划款凭证及相关部门审批同意的当期调用募集资金的计划，募集资金调用需符合计划。

十、结论

公司为盱眙县水利工程建设、水库资产经营及农村宅基地复垦的重要主体。近年来盱眙县经济实力稳步增长，公司在资产注入、财政补贴和业务开展等方面得到盱眙县政府及相关单位的支持。同时联合资信也关注到公司资产质量较差、资产流动性弱、债务规模上升较快、对外担保规模较大、在建和拟建项目近期投资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

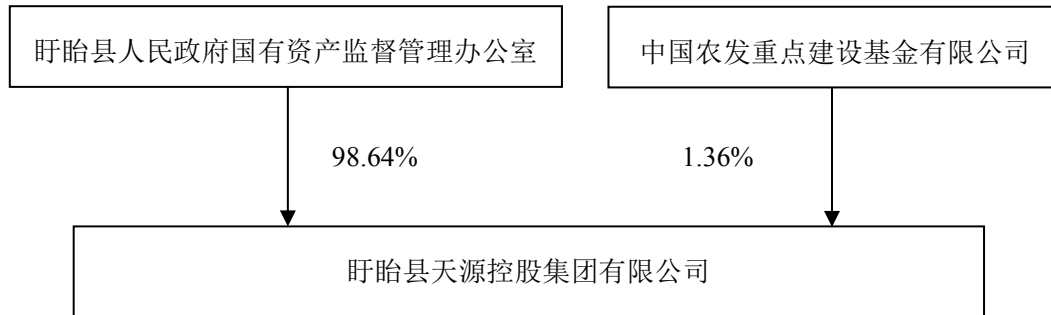
近年来公司资产规模快速扩张，但公司资产及权益中水库及水工建筑用地占比大，公司资产及权益质量较差；公司负债及债务规模快速增长，且未来项目建设资金需求较大，存在一定融资压力；受农村宅基地复垦收入增长影响，公司收入规模快速增长，利润总额对政府补助的依赖度有所减弱。公司在区域内的业务专营优势及盱眙县政府对公司的支持，一定程度上增强了公司整体偿债能力。

公司为盱眙县指定的农村宅基地复垦项目唯一实施和经营主体，相关项目盈利空间大，随着项目的推进，公司未来收入规模有望得到较大幅度提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

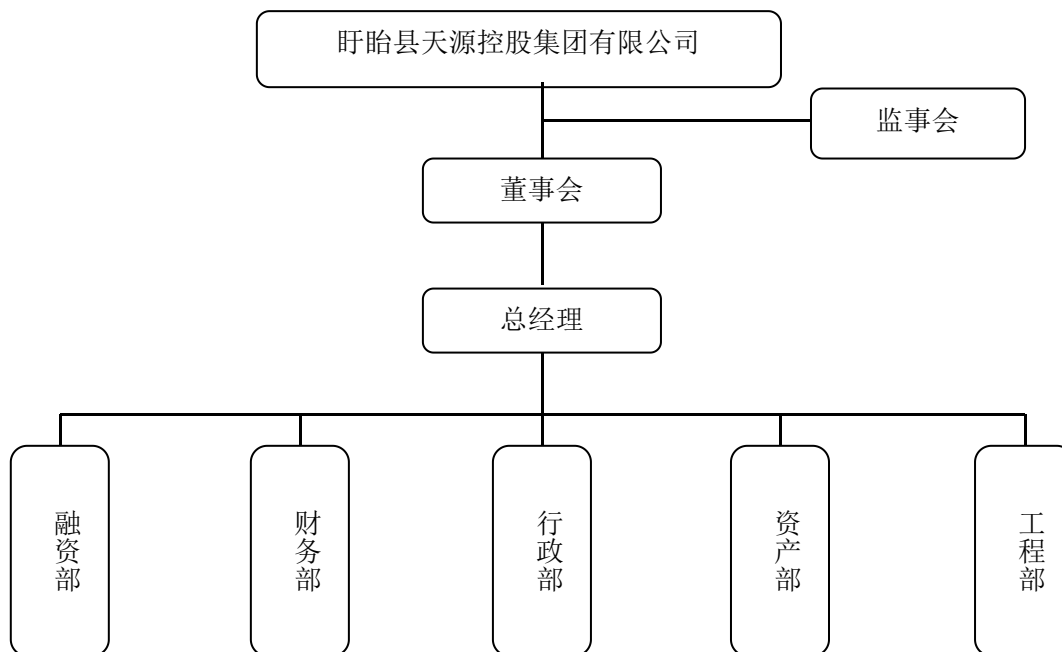
江苏再担保对本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券的偿付安全性；此外，本期债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及江苏再担保担保能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	级次	业务性质	实收资本	持股比例	享有的表决权
1	淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司	1	水利水电施工建筑安装	5771.66 万元	100.00%	100.00%
2	盱眙龙源水务发展有限公司	1	投资建设管理	10200.00 万元	100.00%	100.00%
3	盱眙鼎众信息产业投资管理中心（有限合伙）	1	投资管理咨询	4000.00 万元	74.00%	74.00%
4	江苏盱眙大数据科技有限公司	2	软硬件服务	4000.00 万元	80.00%	80.00%
5	盱眙天源农林发展有限公司	1	农林服务	700.00 万元	100.00%	100.00%
6	江苏盱眙龙虾产业发展有限公司	1	龙虾养殖及农产品服务	29850.00 万元	99.50%	99.50%
7	江苏黄花塘城镇建设综合开发有限公司	1	城镇基础设施投资、建设	18408.16 万元	51.00%	51.00%
8	南京盱眙龙虾餐饮文化管理有限公司	2	餐饮管理服务及烹饪技术培训	1000.00 万元	100.00%	100.00%
9	江苏天源新媒科技有限责任公司	1	活动策划及产品推广	500.00 万元	100.00%	100.00%
10	盱眙龙虾云商文化传媒有限公司	2	文化艺术服务	70.00 万元	100.00%	100.00%
11	盱眙龙虾米业有限公司	2	大米加工生产与销售	220.00 万元	100.00%	100.00%
12	盱眙文体旅游集团有限公司	1	旅游资源开发建设、管理	14000.00 万元	100.00%	100.00%
13	盱眙县天源投资有限公司	1	城镇基础设施投资	100000.00 万元	100.00%	100.00%
14	盱眙黄花塘铁军旅游发展有限公司	2	旅游资源开发建设、管理	30.00 万元	100.00%	100.00%
15	盱眙第一山旅游发展有限公司	2	景区开发、建设、管理服务	0.00 万元	100.00%	100.00%
16	盱眙明祖陵龙飞旅游发展有限公司	2	景区开发、建设、管理服务	0.00 万元	100.00%	100.00%
17	盱眙县天泉湖旅游度假有限公司	2	景区管理服务	10.00 万元	100.00%	100.00%
18	盱眙县洪泽湖渔港开发有限公司	2	渔港投资建设、城镇基础设施投资建设	1000.00 万元	98.00%	98.00%
19	盱眙龙虾餐饮文化有限公司	2	饮食文化交流	0 万元	100.00%	100.00%
20	盱眙龙虾科技产业有限公司	2	水产品养殖烹饪技术研发	0 万元	100.00%	100.00%
21	盱眙龙虾生态养殖有限公司	2	水产养殖与销售	170.00 万元	100.00%	100.00%
22	江苏宁淮产业园有限公司	1	国有资产经营、园区基础设施建设	11967.73 万元	91.67%	91.67%
23	盱眙县宏达城乡开发有限公司	2	城乡基础设施投资、开发建设	1000.00 万元	100%	100%
24	盱眙县天源扶贫开发服务有限公司	1	扶贫开发项目投资	0 万元	100%	100%
25	江苏红楼梦世界股份有限公司	1	文化创意、交流	3200.00 万元	93.75%	93.75%

序号	企业名称	级次	业务性质	实收资本	持股比例	享有的表决权
26	跨超本南京科技有限公司	2	信息管理、服务	500.00 万元	100.00%	100.00%
27	盱眙县天源永达供水有限公司	1	自来水生产、销售	1000.00 万元	100.00%	100.00%
28	深圳盱眙都梁红餐饮管理有限公司	2	餐饮管理	260.00 万元	100.00%	100.00%
29	盱眙县大云山风景区旅游开发有限公司	1	旅游开发	2874.00 万元	100.00%	100.00%
30	盱眙县天源永润房地产开发有限公司	1	房地产开发、销售	3000.00 万元	100.00%	100.00%
31	盱眙县源宇新能源科技有限公司	1	能源咨询、服务	1000.00 万元	51.00%	51.00%

资料来源：公司提供

附件 2 江苏省信用再担保集团有限公司 2019 年主体长期信用评级报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.79	31.78	29.14
资产总额(亿元)	84.36	175.07	242.45
所有者权益(亿元)	56.19	98.97	144.54
短期债务(亿元)	7.54	9.08	13.85
长期债务(亿元)	14.14	56.19	61.58
全部债务(亿元)	21.68	65.27	75.44
营业收入(亿元)	2.77	3.72	7.29
利润总额(亿元)	1.02	1.29	1.48
EBITDA(亿元)	1.81	2.24	2.39
经营性净现金流(亿元)	-9.96	-35.85	-17.50
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.00	1.29	3.31
存货周转次数(次)	0.65	0.11	0.10
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
应收类款项/资产总额(%)	20.49	15.10	11.24
现金收入比(%)	64.53	128.15	196.22
营业利润率(%)	35.66	31.81	21.78
总资本收益率(%)	1.66	1.00	0.71
净资产收益率(%)	1.63	1.12	0.77
长期债务资本化比率(%)	20.10	36.21	29.88
全部债务资本化比率(%)	27.84	39.74	34.29
资产负债率(%)	33.39	43.47	40.39
流动比率(%)	208.43	518.69	368.67
速动比率(%)	186.39	308.34	165.68
经营现金流动负债比(%)	-72.38	-182.25	-48.54
全部债务/EBITDA(倍)	11.99	29.11	31.55

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
应收类款项/资产总额	(应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 2020 年盱眙县天源控股集团有限公司 农村产业融合发展专项债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

盱眙县天源控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

盱眙县天源控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对盱眙县天源控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，盱眙县天源控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注盱眙县天源控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现盱眙县天源控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对盱眙县天源控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如盱眙县天源控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对盱眙县天源控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与盱眙县天源控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。